

2019. 2. 22



▲ **음식료**

Analyst **김정욱**  
02. 6098-6689  
6414@meritz.co.kr

**Buy**

**적정주가 (12개월)** **140,000 원**

**현재주가 (2.21)** **101,000 원**

**상승여력** **38.6%**

KOSPI	2,228.66pt
시가총액	138,665억원
발행주식수	13,729만주
유통주식비율	73.01%
외국인비중	51.71%
52주 최고/최저가	110,500원/96,000원
평균거래대금	294.5억원

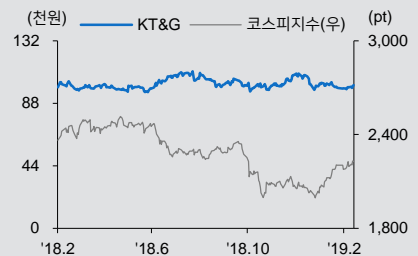
**주요주주(%)**

국민연금	10.00
중소기업은행	6.93
First Eagle Investment Management,	6.10

**주가상승률(%)**

	1개월	6개월	12개월
절대주가	0.0	-3.8	-0.5
상대주가	-4.7	-2.0	8.5

**주가그래프**



# KT&G 033780

## 4Q18 Review: 수출 회복을 기다리며

- ✓ 별도 실적 국내담배 수량 증가와 수출 부진에 희석되며 전년 수준 유지
- ✓ 4Q18 실적 연결기준 영업이익 컨센서스, 당사 추정치 16.4%, 12.9% 상회
- ✓ KT&G 별도기준 영업이익은 당사 추정치 2,621억원을 7.5% 하회
- ✓ 전자담배 시장 성장 속도 둔화세 지속. 동사에 기회요인 측면도 있음
- ✓ 수출 담배의 1Q19~2Q19 대리상 재고보충 시점이 주가 상승 트리거

### 별도 실적 국내담배 수량 증가와 수출 부진에 희석되며 전년 수준 유지

4Q18 실적은 연결기준 영업이익이 컨센서스와 당사 추정치를 각각 16.4%, 12.9% 상회하며 서프라이즈를 기록했지만, KT&G 별도기준 영업이익은 당사 추정치 2,621억원을 7.5% 하회했으며 KGC 영업이익은 예상치에 부합했다. 연결 영업이익의 컨센서스 상회 요인은 대부분 해외법인 및 기타연결 법인의 4Q18 실적 호조에 기인한다. 연결 명목 숫자는 예상치를 상회했지만 KT&G 별도 영업이익이 국내 담배 영업일수 증가에도 불구하고, 수출 부진에 희석되며 전년 수준을 유지한 점은 아쉬운 부분이다.

### 전자담배 시장 성장 속도 둔화세 지속. 동사에 기회요인 측면도 있음

4Q18 전자담배 동향은 10% 초반의 침투율이 유지되는 가운데 동사는 20~30% 수준의 점유율을 확보하고 있는 것으로 파악된다. 19.6월 JUUL 등의 신제품 출시가 예상되지만 전자담배 시장 자체의 고성장 보다는 기존 IQOS와 Ⅲ의 사용자 위주의 수요 이동이 예상된다. 규제에 의해 니코틴 함량이 해외 수준의 절반인 점도 제품의 성공여부에 의구심이 들 수 있는 요인이다.

### 수출 담배의 1Q19~2Q19 대리상 재고보충 시점이 주가 상승 트리거

기타 해외 부문 호실적은 4Q19 가능성이 있으므로 단기간의 모멘텀으로 작용하긴 어렵다. 중요한 부분은 중동 수출 회복에 대한 확인이다. 4Q18을 재고 보충 시점으로 판단했지만 19.1~2월로 다소 지연된 상황이다. 1Q19~2Q19 대리상 재고보충 시점과 JUUL 출시 후 침투력 확인을 19년 주가 상승의 트리거로 판단한다.

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2016	4,503.3	1,469.6	1,230.8	8,965	18.7	51,315	11.3	2.0	7.2	18.6	37.9
2017	4,667.2	1,426.1	1,163.8	8,476	-5.0	56,610	13.6	2.0	8.4	15.7	27.4
2018P	4,475.7	1,263.2	909.2	6,622	-23.5	54,793	15.3	1.9	8.7	11.9	28.7
2019E	4,961.4	1,399.1	1,072.8	7,814	20.1	58,025	12.9	1.7	7.6	13.9	29.6
2020E	5,443.4	1,542.0	1,181.4	8,605	10.1	62,050	11.7	1.6	6.8	14.3	29.8

표1 KT&G 부문별 실적 추이

(십억원)	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18P	2017	2018P	2019E	2020E
<b>매출액</b>	<b>1,179</b>	<b>1,162</b>	<b>1,279</b>	<b>1,048</b>	<b>1,068</b>	<b>1,120</b>	<b>1,183</b>	<b>1,106</b>	<b>4,667</b>	<b>4,476</b>	<b>4,961</b>	<b>5,443</b>
KT&G	726	801	790	683	572	706	664	688	3,000	2,630	2,955	3,272
국내담배	426	465	507	400	405	477	496	461	1,798	1,838	1,886	1,945
해외담배	237	229	206	207	132	184	93.4	132	879	542	637	695
부동산 등	63.2	108	76.2	76.1	34.9	44.8	74.7	95.7	323	250	432	632
KGC	342	254	367	237	393	292	405	236	1,200	1,326	1,465	1,607
국내홍삼	321	241	347	206	362	267	374	209	1,114	1,213	1,329	1,458
해외홍삼	21.3	13.6	20.2	31	31.5	24.3	30.2	27	86.1	113	136	149
기타	111	106	122	128	102	123	114	182	467	521	542	565
(% YoY)	8	6.8	4.8	-5.1	-9.4	-3.6	-7.5	5.5	3.6	-4.1	10.9	9.7
KT&G	3.5	7.5	4.7	-11	-21.2	-11.9	-15.9	0.7	1.1	-12.4	12.4	10.7
국내담배	0.5	-0.7	1.8	-10.9	-5	2.6	-2.3	15.1	-2.2	2.2	2.6	3.1
해외담배	1.9	18.2	4.8	-0.6	-44.1	-19.5	-54.7	-36.4	5.7	-38.4	17.6	9.2
부동산 등	40.7	28.5	29.5	-30.8	-44.8	-58.4	-1.9	25.7	8.6	-22.6	72.5	46.3
KGC	15.6	0.3	6.3	11.1	15.1	14.7	10.2	-0.4	8.4	10.5	10.5	9.7
국내홍삼	12.8	-0.2	4.9	5.7	12.9	11.1	7.9	1.6	6	8.9	9.6	9.7
해외홍삼	86.8	9.7	38.4	68.5	47.9	78.7	49.5	-12.9	51.6	31.2	20	10
기타	17.4	19.1	1	3.9	-8.2	15.3	-6.6	42.5	9.2	11.5	4.2	4.2
매출원가	478	462	518	451	434	463	480	460	1,909	1,836	1,992	2,186
(% YoY)	12.7	5	8.5	-1	-9.3	0.2	-7.3	1.9	6.2	-3.8	8.5	9.7
매출원가율(%)	40.6	39.8	40.5	43.1	40.6	41.3	40.6	41.6	40.9	41	40.2	40.2
매출총이익	701	700	761	597	634	657	703	646	2,758	2,640	2,969	3,257
(% YoY)	5	8	2.5	-7.9	-9.5	-6.1	-7.7	8.3	1.9	-4.3	12.5	9.7
매출총이익률(%)	59.4	60.2	59.5	56.9	59.4	58.7	59.4	58.4	59.1	59	59.8	59.8
판매비	305	314	340	374	323	334	346	374	1,332	1,377	1,570	1,715
(% YoY)	11.3	3.6	7.2	8.9	5.8	6.6	1.8	0	7.7	3.3	14	9.2
판매비율(%)	25.9	27	26.5	35.7	30.2	29.9	29.2	33.8	28.5	30.8	31.6	31.5
<b>영업이익</b>	<b>396</b>	<b>387</b>	<b>422</b>	<b>223</b>	<b>311</b>	<b>323</b>	<b>357</b>	<b>272</b>	<b>1,426</b>	<b>1,263</b>	<b>1,399</b>	<b>1,542</b>
KT&G	320	343	339	243	213	276	275	244	1,245	1,008	1,137	1,253
KGC	79.2	38.6	77	-9.4	91.9	40.6	82	-9.7	185	205	229	254
기타	-3.6	4.7	6.1	-11.2	6.2	6.7	-0.4	37.9	-3.9	50.3	33.6	35.3
(% YoY)	0.6	11.7	-1.1	-26.9	-21.3	-16.4	-15.4	22.2	-3	-11.4	10.8	10.2
KT&G	-2.3	6.3	-3.1	-20.4	-33.3	-19.6	-18.7	0.2	-4.6	-19	12.7	10.2
KGC	14.9	10.1	12.3	적전	16.1	5.1	6.5	적지	6	10.4	11.8	10.8
기타	적지	흑전	-27.8	적지	흑전	41	적전	흑전	적지	흑전	-33.2	5.1
영업이익률(%)	33.5	33.3	33	21.2	29.2	28.8	30.2	24.6	30.6	28.2	28.2	28.3
KT&G	44.1	42.8	42.9	35.6	37.3	39.1	41.5	35.4	41.5	38.3	38.5	38.3
KGC	23.2	15.2	21	-4	23.4	13.9	20.3	-4.1	15.5	15.4	15.6	15.8
기타	-3.2	4.5	5	-8.7	6.1	5.5	-0.4	20.8	-0.8	9.7	6.2	6.2

자료: KT&G, 메리츠증권증권 리서치센터

KT&G (033780)

Income Statement

(십억원)	2016	2017	2018P	2019E	2020E
<b>매출액</b>	<b>4,503.3</b>	<b>4,667.2</b>	<b>4,475.7</b>	<b>4,961.4</b>	<b>5,443.4</b>
매출액증가율 (%)	8.0	3.6	-4.1	10.9	9.7
매출원가	1,796.7	1,908.9	1,835.7	1,992.4	2,186.4
매출총이익	2,706.6	2,758.3	2,640.0	2,969.1	3,257.0
판매관리비	1,237.0	1,332.2	1,376.8	1,570.0	1,715.0
<b>영업이익</b>	<b>1,469.6</b>	<b>1,426.1</b>	<b>1,263.2</b>	<b>1,399.1</b>	<b>1,542.0</b>
영업이익률	32.6	30.6	28.2	28.2	28.3
금융손익	52.6	41.5	82.5	60.0	60.0
중속/관계기업손익	2.1	5.7	1.8	4.2	4.2
기타영업외손익	63.1	-127.7	-43.7	-52.7	-52.7
세전계속사업이익	1,587.3	1,345.6	1,303.8	1,410.6	1,553.6
법인세비용	361.8	181.4	413.3	341.4	376.0
<b>당기순이익</b>	<b>1,225.5</b>	<b>1,164.2</b>	<b>890.5</b>	<b>1,069.2</b>	<b>1,177.6</b>
지배주주지분 순이익	1,230.8	1,163.8	909.2	1,072.8	1,181.4

Statement of Cash Flow

(십억원)	2016	2017	2018P	2019E	2020E
<b>영업활동 현금흐름</b>	<b>1,497.8</b>	<b>1,139.9</b>	<b>178.2</b>	<b>1,112.4</b>	<b>1,145.6</b>
당기순이익(손실)	1,225.5	1,164.2	890.5	1,069.2	1,177.6
유형자산상각비	152.8	155.8	155.1	171.7	166.9
무형자산상각비	5.9	5.3	3.5	3.2	3.1
운전자본의 증감	175.5	-152.4	-903.1	-114.2	-187.4
<b>투자활동 현금흐름</b>	<b>-702.6</b>	<b>-329.9</b>	<b>-621.8</b>	<b>-195.3</b>	<b>-333.7</b>
유형자산의증가(CAPEX)	-161.8	-318.3	-586.8	-150.0	-100.0
투자자산의감소(증가)	-109.7	-86.1	-59.5	-28.8	-105.8
<b>재무활동 현금흐름</b>	<b>-488.4</b>	<b>-433.8</b>	<b>-621.8</b>	<b>-426.4</b>	<b>-644.4</b>
차입금의 증감	-74.1	16.8	-78.1	150.0	0.0
자본의 증가	25.6	-26.3	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	304.6	379.4	-1,068.4	490.7	167.6
기초현금	546.2	850.8	1,230.2	161.8	652.4
기말현금	850.8	1,230.2	161.8	652.4	820.0

Balance Sheet

(십억원)	2016	2017	2018P	2019E	2020E
<b>유동자산</b>	<b>6,615.5</b>	<b>6,585.4</b>	<b>5,813.1</b>	<b>6,447.1</b>	<b>7,141.2</b>
현금및현금성자산	850.8	1,230.2	161.8	652.4	820.0
매출채권	1,113.5	1,038.4	1,095.8	1,123.6	1,225.7
재고자산	2,265.4	2,317.5	2,445.6	2,507.7	2,735.5
<b>비유동자산</b>	<b>3,196.6</b>	<b>3,390.5</b>	<b>3,935.7</b>	<b>3,939.6</b>	<b>3,975.4</b>
유형자산	1,606.5	1,757.0	1,954.3	1,932.5	1,865.6
무형자산	104.9	84.8	86.4	83.2	80.1
투자자산	984.5	1,076.3	1,135.8	1,164.6	1,270.4
<b>자산총계</b>	<b>9,812.1</b>	<b>9,975.9</b>	<b>9,748.8</b>	<b>10,386.7</b>	<b>11,116.5</b>
<b>유동부채</b>	<b>2,153.4</b>	<b>1,803.0</b>	<b>1,812.3</b>	<b>2,005.8</b>	<b>2,165.5</b>
매입채무	103.8	63.1	66.6	68.3	74.5
단기차입금	136.6	174.7	81.2	231.2	231.2
유동성장기부채	9.6	3.7	16.6	16.6	16.6
<b>비유동부채</b>	<b>541.0</b>	<b>343.2</b>	<b>359.0</b>	<b>365.5</b>	<b>389.4</b>
사채	9.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	53.9	65.3	99.7	99.7	99.7
<b>부채총계</b>	<b>2,694.3</b>	<b>2,146.2</b>	<b>2,171.3</b>	<b>2,371.3</b>	<b>2,554.8</b>
<b>자본금</b>	<b>955.0</b>	<b>955.0</b>	<b>955.0</b>	<b>955.0</b>	<b>955.0</b>
자본잉여금	510.4	484.1	484.1	484.1	484.1
기타포괄이익누계액	-100.9	-84.0	-140.1	-140.1	-140.1
이익잉여금	6,008.9	6,745.2	6,552.0	6,995.7	7,548.3
비지배주주지분	72.6	57.7	54.8	49.0	42.7
<b>자본총계</b>	<b>7,117.8</b>	<b>7,829.8</b>	<b>7,577.5</b>	<b>8,015.4</b>	<b>8,561.7</b>

Key Financial Data

	2016	2017	2018P	2019E	2020E
<b>주당데이터(원)</b>					
SPS	32,801	33,995	32,599	36,138	39,648
EPS(지배주주)	8,965	8,476	6,622	7,814	8,605
CFPS	12,431	12,289	10,418	11,420	12,447
EBITDAPS	11,860	11,560	10,356	11,465	12,470
BPS	51,315	56,610	54,793	58,025	62,050
DPS	3,600	4,000	4,500	5,000	5,000
배당수익률(%)	3.6	3.5	4.4	5.0	5.0
<b>Valuation(Multiple)</b>					
PER	11.3	13.6	15.3	12.9	11.7
PCR	8.1	9.4	9.7	8.8	8.1
PSR	3.1	3.4	3.1	2.8	2.5
PBR	2.0	2.0	1.9	1.7	1.6
EBITDA	1,628.3	1,587.2	1,421.8	1,574.0	1,712.0
EV/EBITDA	7.2	8.4	8.7	7.6	6.8
<b>Key Financial Ratio(%)</b>					
자기자본이익률(ROE)	18.6	15.7	11.9	13.9	14.3
EBITDA 이익률	36.2	34.0	31.8	31.7	31.5
부채비율	37.9	27.4	28.7	29.6	29.8
금융비용부담률	0.1	0.2	0.1	0.2	0.2
이자보상배율(x)	218.6	166.3	199.0	170.7	118.1
매출채권회전율(x)	4.2	4.3	4.2	4.5	4.6
재고자산회전율(x)	2.1	2.0	1.9	2.0	2.1

**Compliance Notice**

동 자료는 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 2019년 2월 22일 현재 동 자료에 언급된 종목을 유가증권(DR, CB, IPO, 시장조성 등) 발행 관련하여 지난 6개월 간 주간사로 참여하지 않았습니다. 당사는 2019년 2월 22일 현재 동 자료에 언급된 종목을 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다. 당사의 조사분석 담당자는 2019년 2월 22일 현재 동 자료에 언급된 종목의 지분을 보유하고 있지 않습니다. 본 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다. (작성자:김정욱)

동 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 동 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 동 자료를 이용하시는분은 동 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.

**투자등급 관련사항** (2016년 11월 7일부터 기준 변경 시행)

기업	향후 12개월간 추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미	
추천기준일	Buy	추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 +20% 이상
직전 1개월간	Trading Buy	추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 +5% 이상 ~ +20% 미만
증가대비 4등급	Hold	추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 -20% 이상 ~ +5% 미만
	Sell	추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 -20% 미만
산업	시가총액기준 산업별 시장비중 대비 보유비중의 변화를 추천	
추천기준일	Overweight (비중확대)	
시장지수대비 3등급	Neutral (중립)	
	Underweight (비중축소)	

**투자의견 비율**

투자의견	비율
매수	95.5%
중립	4.5%
매도	0.0%

2018년 12월 31일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

**KT&G (033780) 투자등급변경 내용**

\* 적정가격 대상시점: 1년

추천 확정일자	자료 형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2017.04.18	산업분석	Buy	150,000	김정욱	-31.9	-24.0	
2017.06.05	산업분석	Buy	150,000	김정욱	-29.6	-19.7	
2017.07.19	산업분석	Buy	150,000	김정욱	-29.2	-19.7	
2017.07.28	기업브리프	Buy	150,000	김정욱	-28.5	-19.7	
2017.10.18	산업분석	Buy	150,000	김정욱	-27.8	-16.7	
2017.12.05	산업분석	Buy	150,000	김정욱	-27.3	-16.7	
2018.01.20	1년 경과				-27.7	-26.0	
2018.02.02	기업브리프	Buy	140,000	김정욱	-28.7	-25.0	
2018.05.11	기업브리프	Buy	140,000	김정욱	-27.5	-21.1	
2018.08.01	기업브리프	Buy	140,000	김정욱	-27.2	-21.1	
2018.10.29	산업브리프	Buy	140,000	김정욱	-27.3	-21.1	
2018.10.31	기업브리프	Buy	140,000	김정욱	-27.3	-21.1	
2018.11.21	산업분석	Buy	140,000	김정욱	-27.2	-21.1	
2019.02.22	기업브리프	Buy	140,000	김정욱	-	-	